

## Informe Anual en breve

## Evolución en 2018

- La expansión de la economía española se prolongó en 2018, con un crecimiento del PIB del 2,6 %, algo menor que el de 2017. El crecimiento siguió siendo muy intensivo en creación de empleo.
- La ligera desaceleración observada estuvo en línea con lo esperado, pero la composición del PIB fue muy distinta: la **demanda interna** mantuvo una elevada fortaleza, frente a la significativa ralentización de las **exportaciones**.
- La **actividad** y el **comercio mundial** se vieron afectados por el endurecimiento de las condiciones financieras globales, el aumento de la incertidumbre debido a factores tales como los conflictos comerciales, o las dificultades de las autoridades chinas para reconducir el endeudamiento de esa economía [recuadro 1.1].
- Las **exportaciones** de las economías del **área del euro** —en general, muy abiertas— se resintieron especialmente en este escenario, al que se añadieron los efectos de la apreciación acumulada del euro y la incertidumbre generada por el *brexit*. Además, en algunos países, como Italia y Alemania, se sumaron otros factores adversos, que repercutieron en la debilidad de la **demanda interna**. Con todo ello, el **crecimiento** interanual del área pasó del 2,7 % a finales de 2017 al 1,2 % un año después.
- El dinamismo de la demanda interna en España explica que el **crecimiento del PIB superara en 2018 al del conjunto del área del euro** [recuadro 1.2]. La evolución favorable del gasto de los hogares y las empresas se apoyó en el comportamiento expansivo de sus rentas, la mejora de su posición patrimonial y la disponibilidad de financiación en condiciones favorables.
- En el caso de los **hogares**, el nuevo descenso de la tasa de ahorro y el elevado crecimiento del recurso al crédito para la financiación del consumo sugieren que algunos de estos agentes podrían estar basando sus decisiones de gasto en expectativas demasiado optimistas acerca de sus rentas futuras.
- La fortaleza de la actividad durante el año pasado también se apoyó en el **tono expansivo de la política fiscal**.
- La **inflación general** continuó mostrando una cierta volatilidad, motivada por los vaivenes de los precios energéticos, mientras que la inflación subyacente siguió siendo reducida, en un contexto de cierto repunte de los costes laborales unitarios.

## Soportes y vulnerabilidades

- La proyectada prolongación de la expansión en España se sustenta sobre varios elementos de **soporte**:
  - La mejora de la situación patrimonial de familias y empresas, tras la significativa reducción de su endeudamiento durante la última década.
  - El saneamiento y la reestructuración del sistema bancario, que facilita al sector cumplir su función de financiar el gasto de los agentes, y contribuir así al crecimiento.
  - La obtención recurrente de **superávits exteriores**, gracias a la mejora de la competitividad, a la que contribuyó la moderación de los costes laborales y la mayor flexibilidad en el uso del factor trabajo introducida por las últimas reformas laborales.
  - El **tono abiertamente expansivo de la política monetaria del BCE**, que se espera que se mantenga durante un período prolongado.
  - El **reforzamiento de la arquitectura institucional del área del euro**, que, aunque incompleto, ha supuesto la introducción de nuevas herramientas e instituciones en el área de la supervisión prudencial y la estabilidad macrofinanciera —como el Mecanismo Único de Supervisión, el Mecanismo Único de Resolución y el Mecanismo Europeo de Estabilidad—, aspecto este último al que también contribuye la recientemente creada autoridad macroprudencial española (AMCESFI).
- Pero todavía existen ciertos elementos de fragilidad que hacen **vulnerable** a nuestra economía ante posibles perturbaciones adversas:
  - Los altos niveles del **déficit estructural del conjunto de las AAPP** y la elevada **deuda pública**.
  - La elevada **dependencia financiera frente al exterior**, a pesar de los saldos positivos por cuenta corriente de los últimos años.
  - La **vulnerabilidad de algunos grupos de hogares** como consecuencia del aumento de la porción de su gasto realizado con cargo a rentas futuras.
  - El **riesgo de reversión de algunas de las reformas** que han resultado eficaces para favorecer la actual recuperación.

- Los desafíos en el ámbito de las finanzas públicas:
  - Reanudación del proceso de consolidación presupuestaria para dotar a la política fiscal de mayor margen de actuación ante perturbaciones futuras.
  - Adopción de medidas de calado que garanticen la sostenibilidad del sistema de pensiones y que sean equitativas desde el punto de vista de los costes y los beneficios que comportan para las distintas generaciones.
  - Revisión de la composición de los gastos y los ingresos públicos, tratando de maximizar su contribución al crecimiento.
- La necesidad de **mantener superávits exteriores** de manera sostenida para seguir reduciendo la posición neta deudora frente al resto del mundo. Ello requiere mantener la senda de mejora de la **competitividad**, que, a diferencia de lo ocurrido hasta ahora, deberá descansar en mayor medida en ganancias de **productividad** que en la moderación salarial, lo que exige mejoras en el **capital humano y tecnológico**.
- La necesidad de **corregir las deficiencias estructurales del mercado de trabajo**, cuyos síntomas incluyen una elevada tasa de desempleo (sobre todo para colectivos como los trabajadores más jóvenes y con menor nivel de formación) y altos niveles de temporalidad y de parcialidad no deseada [recuadro 1.3], lo que requiere medidas que:
  - Maximicen la generación de empleo y ayuden a que aumente el número de horas trabajadas por persona, aspectos que ayudarían a prolongar el proceso reciente de reducción de la disparidad de rentas [recuadro 1.4]. Para ello, es crucial revisar las políticas activas del mercado de trabajo y la formación continua.
  - Aumenten el atractivo de la contratación indefinida sin menoscabo de la necesaria flexibilidad para evitar que las recesiones se traduzcan en pérdidas masivas de empleo.
- El **reforzamiento de la capacidad del sistema bancario** de contribuir a la financiación del conjunto de la economía: mejora de la rentabilidad, reducción de activos problemáticos, refuerzo de los niveles de capital, adaptación a un nuevo entorno tecnológico y competitivo (*fintech*, *bigtech*) y recuperación de la reputación.
- La **profundización en la arquitectura institucional del área del euro**, con especial énfasis en la introducción y el desarrollo de elementos que permitan compartir y mitigar riesgos dentro de la UEM de manera más intensa y eficiente que la observada hasta el momento.

Estabilidad de precios y objetivos de inflación	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La estabilidad de precios contribuye al desarrollo sostenible de la economía y, por este motivo, forma parte del mandato de la mayoría de los bancos centrales. En el caso del BCE, la <b>estabilidad de precios</b> se establece en términos de incrementos anuales del IAPC en la UEM próximos —pero inferiores— al 2 %, en el medio plazo.</li> <li>• Desde que se introdujo la moneda única en 1999, la <b>inflación del área</b> se ha alineado, en media, con el objetivo del BCE; sin embargo, <b>desde 2013</b>, se ha situado de manera persistente en <b>valores inferiores al objetivo de medio plazo</b>.</li> <li>• En el período más reciente, el <b>BCE</b> ha recurrido intensamente a medidas extraordinarias para proporcionar los estímulos expansivos necesarios a fin de <b>eleva la inflación observada hacia el objetivo</b> [recuadro 2.1].</li> </ul>
La evolución de la inflación y las expectativas	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El diagnóstico sobre los determinantes del actual <b>escenario de «baja inflación»</b> que caracteriza a algunas de las principales economías avanzadas, incluida el área del euro, es crucial para la conducción de la política monetaria.</li> <li>• Este escenario de baja inflación es, en parte, resultado de <b>factores transitorios</b>, ligados a circunstancias cíclicas y a los precios de la energía.</li> <li>• Pero también hay <b>factores estructurales</b>, de mayor permanencia, como el envejecimiento de la población, la globalización y las nuevas tecnologías y formas de comercio, que están presionando la inflación a la baja a escala global [recuadros 2.2 y 2.3].</li> <li>• La inflación baja mantenida durante mucho tiempo puede llevar a que las <b>expectativas</b> de largo plazo acaben reflejando, en parte, la inflación corriente, lo que puede provocar un cierto desanclaje de las expectativas de inflación en relación con el objetivo a medio plazo del BCE.</li> </ul>
Cambios en la composición de la inflación: por países y por ramas	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Para entender el fenómeno de la baja inflación en la UEM, es importante atender a su composición por países y ramas: <b>la inflación de los países periféricos ha convergido a la del núcleo</b> (1999-2018), y la reducción de la inflación en los servicios ha sido especialmente intensa.</li> <li>• La inflación se ha moderado más en los países que sufrieron con más intensidad la crisis, acometieron programas de ajuste económico-financiero y aplicaron una política fiscal más contractiva durante la crisis de la deuda soberana, como en el caso de Portugal, Grecia, Irlanda y España. La inflación promedio en estos países fue del 0,4 % en 2013-2018, frente al 0,9 % del área del euro. En el resto de los países la inflación actual es solo ligeramente más baja, en media, que en los años posteriores a la introducción del euro.</li> <li>• Los <b>precios de la energía</b> son ahora más determinantes en las fluctuaciones de la tasa de inflación, ya que los componentes más estables de los índices de precios han tendido a moderarse, especialmente los <b>precios de los servicios</b>, sector tradicionalmente más inflacionario.</li> </ul>
Algunos factores explicativos adicionales	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La <b>política monetaria</b> contribuyó positivamente al alza de la inflación y del PIB, durante la crisis y en la recuperación, en el área del euro y en España, relajando las condiciones financieras y contrarrestando las presiones deflacionistas.</li> <li>• La <b>reducida sensibilidad cíclica</b> de la inflación en la UEM explica en parte por qué la fase actual de recuperación económica no ha venido acompañada de mayores presiones inflacionistas. La <b>influencia del tipo de cambio</b> sobre la inflación del euro ha aumentado en el período más reciente.</li> <li>• Tras la crisis, la inflación se moderó más en España que en el área del euro. En particular, <b>la moderación de los costes laborales ha sido determinante en el menor dinamismo de los precios internos</b>. <ul style="list-style-type: none"> <li>— Al inicio de la crisis, la reducción de los costes laborales se reflejó parcialmente en los precios porque los márgenes empresariales, ante condiciones de financiación más restrictivas o problemas de competencia sectorial, no se ajustaron a la situación cíclica.</li> </ul> </li> <li>• En el período más reciente, el <b>repunte de los salarios ha coincidido con una moderación de los márgenes empresariales</b> (especialmente en los servicios) tanto en España como en la UEM, de manera que la traslación de los mayores costes laborales a los precios está siendo muy moderada.</li> </ul>
Perspectivas de la inflación	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Las <b>previsiones de inflación subyacente</b> se han revisado sistemáticamente a la baja en los últimos dos años. En 2018, estas revisiones fueron generalizadas por países y por ramas y, en particular, en los servicios, a pesar del contexto de recuperación económica.</li> <li>• La <b>infraestimación</b> recurrente de la inflación durante los últimos años refleja que el grado de persistencia de las desviaciones con respecto a su objetivo es significativamente superior al estimado hasta el momento.</li> <li>• También podrían estar operando factores de oferta permanentes, ya mencionados, cuyo impacto a corto plazo es difícil de cuantificar.</li> </ul>



Escenario actual de la política monetaria y perspectivas	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La respuesta de la política monetaria de las principales economías avanzadas a la crisis financiera mundial que se inició hace una década consistió principalmente en:             <ul style="list-style-type: none"> <li>— Reducir los tipos de interés oficiales hasta niveles históricamente bajos, incluso negativos en algunos casos.</li> <li>— Una política de «expansión cuantitativa»: compras de activos a gran escala y operaciones de provisión de liquidez y financiación a los bancos. Resultado: un crecimiento sin precedentes del tamaño del balance de los principales bancos centrales.</li> </ul> </li> <li>• Ambos aspectos, tipos de interés bajos y balance grande, plantean desafíos y dilemas para la política monetaria en la próxima década.</li> </ul>
Estrategias de política monetaria en un entorno de bajos tipos de interés	<ul style="list-style-type: none"> <li>• En el escenario que afrontan ahora los bancos centrales, sus tipos de interés probablemente oscilarán en torno a niveles cercanos a sus límites inferiores (por debajo de los cuales no es posible reducir dichos tipos de interés para proporcionar un mayor estímulo monetario).             <ul style="list-style-type: none"> <li>— Debido, entre otros factores, a la presión a la baja que la evolución demográfica adversa ejerce sobre el tipo de interés [recuadros 3.1 y 3.2].</li> </ul> </li> <li>• Para ganar margen de maniobra, los bancos centrales se están planteando estrategias alternativas [recuadro 3.3]:             <ul style="list-style-type: none"> <li>— Elevar el objetivo numérico de inflación: del 2 % vigente al 3 % o 4 %, por ejemplo.</li> <li>— Establecer una senda del nivel de precios como variable objetivo en lugar de la inflación (bien de forma permanente, bien solo cuando los tipos de interés alcanzan su límite inferior y se requieren expectativas de inflación alta en el futuro).</li> <li>— Sustituir el efectivo por dinero digital: como forma de eliminar el límite inferior a los tipos de interés.</li> <li>— Estas medidas, sin embargo, no están exentas de costes y riesgos, que no deben subestimarse.</li> </ul> </li> <li>• Otras autoridades y otras políticas económicas pueden contribuir a aliviar la restricción del límite inferior a los tipos de interés y a ampliar el margen de maniobra que necesita la política monetaria: reformas estructurales y política fiscal.</li> </ul>
El tamaño y la composición del balance del banco central: opciones	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El balance del Eurosistema ha aumentado desde el 13 % del PIB del área en 2006 hasta el 41 % a finales de 2018:             <ul style="list-style-type: none"> <li>— En el activo, mediante las operaciones de refinanciación a largo plazo (LTRO) de los bancos y los programas de compras de valores a gran escala (APP).</li> <li>— En el pasivo, con el aumento de las reservas bancarias depositadas por los bancos comerciales en el Eurosistema.</li> </ul> </li> <li>• La instrumentación de la política monetaria del BCE ha evolucionado, adaptándose al nuevo escenario que han ido determinando estas medidas:             <ul style="list-style-type: none"> <li>— Desde un sistema de «pasillo»: en un contexto de escasez de reservas, el BCE guía los tipos de los préstamos interbancarios (resumidos, por ejemplo, en el eonia) dentro del pasillo formado por los tipos de sus facilidades de crédito («techo» o límite superior de las rentabilidades del mercado monetario) y de depósito («suelo» o límite inferior).</li> <li>— A un sistema «suelo»: los bancos tienen reservas abundantes, por lo que el eonia se encuentra muy cercano a su suelo, es decir, al tipo de interés de la facilidad de depósito.</li> </ul> </li> <li>• Los bancos centrales deben decidir si mantienen el tamaño del balance en niveles similares a los actuales o lo reducen a un tamaño equiparable al del período precrisis.             <ul style="list-style-type: none"> <li>— Mientras sus pasivos sigan consistiendo principalmente en reservas bancarias (a corto plazo), la elección entre balance grande o pequeño (cuyos pros y contras se resumen en el esquema 3.4) equivale a la de mantener el actual sistema suelo (con un balance grande) o volver al sistema pasillo precrisis (con un balance mucho menor) [recuadro 3.4].</li> <li>— En este contexto, se discute también la posibilidad de alargar el plazo de los pasivos del banco central.</li> </ul> </li> <li>• Preservar el sistema suelo presenta ciertas ventajas (en términos, por ejemplo, de un mayor control de los tipos de interés), aunque en el Eurosistema sería posible mantener el sistema suelo con un volumen de exceso de reservas (y un tamaño del balance) menor que el actual.</li> </ul>

## Cambios en la estructura de la población: fecundidad, longevidad inmigración

- Los cambios demográficos, junto con los avances tecnológicos, están transformando profundamente nuestras economías, y lo harán aún más en las próximas décadas.
- La estructura de la población española por edades va a cambiar en los próximos años: evolucionamos hacia una población sensiblemente más envejecida. Según las previsiones, la proporción de los mayores de 66 años frente a las personas de 16 a 66 años se va a duplicar entre 2018 y 2050: por cada persona mayor de 66 años solo habrá dos personas de entre 16 y 66 años [recuadro 4.1].
- Este proceso de envejecimiento de la población se explica:
  - En el grupo de los mayores, por el aumento de la esperanza de vida y por la llegada de las generaciones del *baby boom* de los años sesenta a este grupo.
  - En grupos de menor edad, por la caída de las tasas de natalidad a partir de los años ochenta.
- Todo esto lleva a un aumento del peso relativo de la población de jubilados en relación con la población en edad de trabajar, que ya estamos viendo en las economías avanzadas. En España se ha empezado a notar más tarde y ocurrirá de forma más rápida en los próximos años.

## Impacto sobre la demanda y la oferta y políticas macroeconómicas

- El envejecimiento poblacional afecta a la demanda y la oferta agregadas.
  - **Demanda.** Los patrones de consumo y ahorro, inversión, renta y riqueza son diferentes en cada grupo de edad. Por ello, es previsible que tanto el consumo como su composición varíen (de mantenerse las pautas de comportamiento de las generaciones actuales). También habrá cambios en las carteras de activos de las nuevas cohortes de jubilados [recuadro 4.2], que, en la actualidad, apuntan a un elevado peso de la propiedad inmobiliaria sobre la riqueza total y a uno bajo de los fondos de pensiones y los activos financieros.
  - **Oferta.** El crecimiento potencial de la economía responde a los cambios en el empleo y en la productividad. Existe evidencia de que en países avanzados, en las décadas recientes, el envejecimiento de la población ha estado asociado a una reducción del crecimiento potencial por menor tasa de empleo y por caída de la productividad [recuadro 4.3]. Para paliar estos efectos sobre la oferta conviene desarrollar políticas educativas para asimilar los cambios tecnológicos y proporcionar incentivos para aumentar la edad de salida del mercado laboral.
- A medida que aumente la proporción de los mayores, las políticas macroeconómicas se transmitirán de forma distinta, y variarán sus efectos:
  - **Política monetaria:** cabe esperar que los tipos de interés tenderán a ser bajos [recuadro 3.3]; la aversión a la inflación, mayor, y las presiones inflacionistas, menores.
  - **Política fiscal:** el nivel y la composición de los gastos públicos y de la recaudación impositiva variarán, con cambios en el peso relativo de las cotizaciones sociales frente al gasto en pensiones, y menores niveles de recaudación en el impuesto sobre la renta por rentas del trabajo y, previsiblemente, en impuestos indirectos. También variará el modo de transmisión de los impulsos fiscales a la actividad económica [recuadro 4.4].

## Las políticas sociales

- La disminución del peso relativo de la población en edad de trabajar frente a la de los jubilados significa que los ingresos por cotizaciones sociales disminuyen en relación con el mayor gasto en pensiones, sanidad y dependencia.
- Este desequilibrio entre los ingresos y los gastos hace necesarias una reforma de calado del sistema de pensiones y otras políticas sociales (gasto en sistema sanitario y en programas de dependencia), de modo que se revisen sus fuentes de financiación y el nivel y eficiencia de las prestaciones.
- Las reformas tienen que ser financieramente sostenibles, ofrecer las prestaciones suficientes y distribuir equitativamente los costes y los beneficios entre las generaciones actuales y las futuras.
- Las políticas de conciliación de la vida familiar y laboral y en favor de la natalidad pueden contribuir a alcanzar una situación demográfica más equilibrada.